Deutscher Bundestag **Drucksache 15/1564**

15. Wahlperiode 23. 09. 2003

Antrag

der Abgeordneten Dr. Michael Meister, Heinz Seiffert, Leo Dautzenberg, Georg Fahrenschon, Stefan Müller (Erlangen), Otto Bernhardt, Klaus-Peter Flosbach, Manfred Kolbe, Hans Michelbach, Peter Rzepka, Norbert Schindler, Christian Freiherr von Stetten, Elke Wülfing und der Fraktion der CDU/CSU

Neue EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie

Der Bundestag wolle beschließen:

Der Deutsche Bundestag stellt fest:

Gegenwärtig arbeiten das Europäische Parlament und der Rat intensiv an dem Projekt einer umfassenden Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Der Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission ist zentraler Bestandteil des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan) zur Schaffung eines integrierten europäischen Finanzbinnenmarktes (1999).

I. Notwendigkeit einer Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie

Die fast 10 Jahre alte Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG), die in Deutschland durch das Zweite und Dritte Finanzmarktförderungsgesetz 1994 und 1998 umgesetzt wurde, – nachfolgend auch WDL genannt – gilt als das „Grundgesetz“ für die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeiten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen in den EU-Mitgliedstaaten. Die Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie mit dem Ziel einer weiter gehenden Harmonisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen für einen transparenten und funktionsfähigen Wertpapiermarkt in der EU hat für das Wertpapiergeschäft von Kreditinstituten und Wertpapierdienstleistungsinstituten in Deutschland erhebliche Bedeutung.

Der Reformbedarf für die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie leitet sich aus folgenden Gesichtspunkten ab:

- Die Prinzipien der gegenseitigen Anerkennung und der Herkunftslandskontrolle, die Grundlage für den Europäischen Pass für Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind, werden durch zahlreiche Ausnahmeregelungen durchbrochen, von denen die Mitgliedstaaten zum Teil extensiv Gebrauch gemacht haben.
- Der Markt für die Ausführung von Wertpapierorders hat sich seit dem Jahre 1993 dramatisch verändert. Während früher Wertpapierorders traditionell zur Ausführung an Börsen gelangt sind, konkurrieren heute neben den Börsen vermehrt sowohl außerbörsliche Marktplätze als auch bankinterne Handelssysteme um den Orderfluss.

- Seit Erlass der WDL sind neue Dienstleistungen im Wertpapierbereich auf den Markt gekommen, die eine Erweiterung des Anwendungsbereichs der Richtlinie erforderlich machen.

II. Der Richtlinienvorschlag der EU-Kommission

Zur Bewältigung dieses Reformbedarfs hat die EU-Kommission am 19. November 2002 den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte (KOM (2002) 625 final) vorgelegt. Der Richtlinienvorschlag sieht neben der Regulierung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen auch die Regulierung von Börsen sowie anderen Handelssystemen vor.

Im Einzelnen behandelt der Richtlinienvorschlag drei wesentliche Regelungsgegenstände, die im Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments intensiv beraten wurden:

- Sicherung der Markteffizienz im Wettbewerb durch harmonisierte Anforderungen an Handelssysteme jeglicher Form, d. h. sowohl an Börsen als auch an außerbörsliche multilaterale und bilaterale Handelssysteme;
- Sicherung des Anlegerschutzes über Bedingungen für die Zulassung und Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen und hinsichtlich der Ausführung und Bearbeitung von Kundenaufträgen (Best Execution);
- Erweiterung des Anwendungsbereichs der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (z. B. Qualifizierung der Anlageberatung und der selbständigen Investmentfondsvermittlung als Wertpapierdienstleistung).

1. Harmonisierung der Anforderungen für Orderausführungsplätze: Wahrung der Markteffizienz

Als zentrales rechtspolitisches Problem erweist sich die Frage, wie auf Ebene der neuen WDL auf eine zunehmende Fragmentierung der Wertpapiermärkte in multilaterale Handelsplätze und rein bilaterale Handelssysteme reagiert werden soll. Dieses Problem stellt sich vor allem im Hinblick darauf, dass Wertpapierdienstleistungsinstitute zunehmend Wertpapierorders ihrer Kunden nicht mehr an einen offenen und allgemein zugänglichen Marktplatz leiten, sondern auf bankinternen bilateralen Systemen gegen ihren eigenen Handelsbestand oder gegen andere Kundenorders ausführen (Internalisierung).

Aus Sicht des Wertpapierdienstleistungsinstituts wird damit eine erhöhte Kundenbindung angestrebt, indem dem Anleger eine Preisverbesserung gegenüber dem aktuell an einer Börse („regulierter Markt“) angebotenen Preis (Referenzpreis) garantiert wird. Als Referenzmarkt kann theoretisch auch ein außerbörsliches Handelssystem mit einer Marktplatzfunktion („Multilateral Trading Facility“ oder „MTF“) dienen. Die Internalisierung ermöglicht für das internalisierende Wertpapierdienstleistungsinstitut zusätzliche Erträge aus der Differenz zwischen An- und Verkaufskursen (Spread) sowie der Einsparung von Börsengebühren.

Aus Sicht des Anlegers kann das Internalisierungsangebot attraktiv sein, weil ihm das internalisierende Wertpapierdienstleistungsinstitut eine Preisstellung zusichert, die mindestens so gut ist wie der aktuelle Referenzpreis an der Börse, während die Transaktionskosten geringer als an der Börse sind.

Aus Sicht der Effizienz des Gesamtmarktes könnte dieser Mechanismus jedoch den negativen Effekt haben, dass den als Referenzmärkten dienenden Börsen Liquidität entzogen wird, da die Wertpapierorders dort nicht mehr zur Ausführung gelangen. Sollten neue rechtliche Rahmenbedingungen zu einer massiven Ausweitung der Internalisierung von Aufträgen von Privatkunden führen,

könnte sich die Qualität der Referenzpreise verschlechtern. Auch das Angebot einer Preisverbesserung relativ zu diesen Referenzpreisen würde für den Anleger deshalb letztlich zu einer deutlichen Verschlechterung führen, im Vergleich zu einer Situation, bei der alle Preise und Gebote verfügbar und zugänglich sind und somit die Qualität der Referenzpreise gesichert ist.

Geschädigt würden durch eine sinkende Markteffizienz aber nicht nur private und institutionelle Anleger. Auch auf emittierende Unternehmen könnte sie sich in Form erhöhter Kapitalkosten negativ auswirken. Zudem besteht die Möglichkeit, dass die Aussagekraft des Börsenpreises, der in vielen anderen Bereichen des Wirtschaftslebens von Bedeutung (z. B. bei Bewertungsfragen im Rahmen der Rechnungslegung) ist, geschwächt würde.

Das Thema Internalisierung hat damit grundsätzlich eine volkswirtschaftliche und ordnungspolitische Dimension. Dies macht es erforderlich, ein spezifisches aufsichtsrechtliches System für Internalisierungssysteme in der neuen WDL zu implementieren, das die von der Internalisierung potentiell ausgehenden Gefahren für die Markteffizienz und Börsenpreisqualität überwacht und gegebenenfalls begrenzt. Zentrales Element hierfür ist die Herstellung von Transparenz.

Zum einen umfasst dies die Veröffentlichung der im außerbörslichen Handel zustande gekommenen Preise („Post-Trade-Transparenz“). Hierdurch erhielten Investoren einen Ex-Post-Überblick über den gesamten Markt. Die Maßnahme ist auch dabei hilfreich, einen Wettbewerbsnachteil des Finanzplatzes Deutschland, an dem es entgegen der internationalen Praxis bisher lediglich eine Veröffentlichung der an der Börse zustande gekommenen Preise gab, zu überwinden.

Nachträgliche Transparenz alleine ist indes nicht ausreichend: Um die Vernetzung zwischen außerbörslichen Liquiditätspools und Börsen zu stärken, ist darüber hinaus „Pre-Trade-Transparenz“ erforderlich. Die Bereitstellung von Informationen zur aktuellen Marktsituation vor der Orderausführung verbunden mit der Möglichkeit, dem entsprechende Geschäfte abzuschließen, trägt dazu bei, dass die Fragmentierung der Märkte eingeschränkt und die Markteffizienz gesichert werden kann. Dafür gibt es in der Novellierung der WDL zwei Ansatzpunkte:

Erstens sollten limitierte Kundenorders, die innerhalb von Bankensystemen nicht sofort ausführbar sind, allgemein zugänglich gemacht werden, vorzugsweise durch die Weiterleitung an eine Börse, da die Orders für die Preisbildung im Gesamtmarkt wichtige Informationen beinhalten.

Zweitens sollten für (bilaterale) Internalisierungssysteme, die systematisch Kundenorders internalisieren, die folgenden Grundsätze gelten:

– Der Bereich der erfassten Systeme muss klar umrissen sein. So sollen nur die Investmenthäuser unter die Regulierung fallen, die systematisch, regelmäßig und durchgehend Kundenorder gegen das eigene Buch oder gegen andere Kundenorder intern ausführen.

– Es sollte eine Quotierungsverpflichtung geben, die ein bestimmtes Mindestvolumen umfasst.

– Für die Vernetzung mit anderen Liquiditätspools ist es daneben erforderlich, dass ein offener Zugang zu den Systemen nicht nur für Privatkunden, sondern auch für professionelle Anleger besteht. Der Zugang von institutionellen Investoren, die Arbitrageprozesse vornehmen, ist dabei von besonderer Bedeutung.

Im Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments ist zwischenzeitlich ein Kompromissvorschlag erarbeitet worden, der ebenfalls eine Pre-Trade-Transparenz für Internalisierungssysteme vorsieht, diese aber in Abänderung des Richtlinienvorschlags der EU-Kommission präzisiert und erheb-

lich flexibler ausgestaltet. Dieser Kompromiss ist im Interesse einer harmonisierten Aufsicht über Internalisierungssysteme in der Europäischen Union nachdrücklich zu begrüßen.

Die Regulierung der Handelsplätze stellt zuletzt die Frage, ob der Markt selber oder sein Betreiber reguliert sein soll. In Deutschland hat sich die öffentlich-rechtliche Natur der Börsen bewährt. Im europäischen Ausland unterscheiden sich die rechtlichen Strukturen jedoch maßgeblich. Somit gilt es in der europäischen Richtlinie Formulierungen zu finden, die der Börsenorganisation und rechtlichen Aufhängung in allen Mitgliedstaaten gerecht werden und das bewährte deutsche System nicht gefährden.

2. Harmonisierung der Anforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen: Sicherung des Anlegerschutzes

Die in der Vergangenheit zu beobachtenden Interessenkonflikte zwischen den einzelnen Abteilungen von Wertpapierhäusern und Kreditinstituten haben deutlich gemacht, dass klare Verfahren notwendig sind, um die Austragung solcher Konflikte auf dem Rücken der Anleger zu vermeiden. Die in diese Richtung zielenden Absichten des Richtlinienentwurfs werden unterstützt.

So schlägt die EU-Kommission vor, Wertpapierdienstleistungsunternehmen umfassend zu einer bestmöglichen Ausführung von Kundenorders (Best Execution) unter Einbeziehung außerbörslicher Handelsplätze zu verpflichten. Dieser Ansatz erscheint grundsätzlich folgerichtig. Eine Verpflichtung zur Best Execution sollte jedoch auf eine Implementierung geeigneter Verfahren zur Ermittlung der bestmöglichen Ausführung, z. B. durch die Definition von Mindeststandards, beschränkt werden. Eine einzelfallbezogene Sicherstellung einer Best Execution ist hingegen weder tatsächlich möglich, noch ließe sie sich aufsichtsrechtlich überwachen.

Im Vierten Finanzmarktfördergesetz wurde der Börsenvorrang für die Durchführung von Orders von Privatanlegern verstärkt. Jeder Privatanleger muss demnach im Einzelfall seine Zustimmung zu einer außerbörslichen Ausführung geben. Die Einzelfallbefragung sollte, ähnlich wie im deutschen Recht, auch im EU-Recht verankert werden.

Erhebliche Bedeutung kommt auch den übrigen im Richtlinienvorschlag enthaltenen Tätigkeitsbedingungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu. Das Regelungskonzept der EU-Kommission weist diesbezüglich eine Reihe von Defiziten auf. Eine dieser Schwachstellen besteht darin, dass es keine spezifische Regelung für die Auftragsausführung im Wege des sog. Execution Only gibt. Hierbei handelt es sich um eine vor allem im Direktbankenbereich übliche Art der Orderausführung, bei der der Kunde bewusst auf die individuelle Produkt- und Risikoaufklärung sowie eine Anlageberatung verzichtet. Es erscheint als sachgerecht, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen in diesen Fällen den Kundenwunsch nicht einer Zweckmäßigkeitsprüfung (sog. suitability test) zu unterziehen braucht.

Problematisch ist auch das dem Artikel 18 des Richtlinienvorschlags zugrunde liegende Konzept einer Vollharmonisierung der Wohlverhaltensregeln, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gegenüber ihren Kunden zu beachten haben. Der Richtlinienvorschlag stellt zu Recht die Anforderung auf, dass Wertpapierfirmen ihre Kunden professionell und interessegerecht zu behandeln haben. Diese Grundregel wird durch eine Reihe von Einzelprinzipien konkretisiert, die sich u. a. auf die Art und Weise der Kundeninformation und Risikoaufklärung, das Einholen von Kundenangaben und die zu dokumentierende vertragliche Vereinbarung zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunden beziehen. Diese Prinzipien sollen dann auf der Stufe 2 des Komitologieverfahrens durch techni-

sche Durchführungsbestimmungen mit dem Ziel einer einheitlichen EU-weiten Anwendung präzisiert werden. Hiervon betroffen sind sowohl der professionelle wie auch der private Kundenbereich. Europaweit einheitliche Wohlverhaltensregeln würden aufgrund einer hierdurch erforderlichen Anpassung von Aufsichts- und Compliancesystemen in den Mitgliedstaaten nur zu erhöhten Kosten, nicht aber zu einem verbesserten Anlegerschutz oder einer weiteren Integration des europäischen Privatkundenmarktes führen (z. B. durch die in Deutschland entbehrliche, aber in Großbritannien aufgrund des dortigen Rechtssystems sinnvolle aufsichtsrechtliche Vorgabe, sämtliche sich aus einem Vertrag über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen ergebenden Rechte und Pflichten der Parteien schriftlich niederzulegen). Auf eine Maximalharmonisierung der Wohlverhaltensregeln im Privatkundenbereich sollte deshalb verzichtet werden.

3. Erweiterung des Anwendungsberichts der Richtlinie

Zur Schaffung eines echten Finanzbinnenmarktes beabsichtigt die Kommission, den Anwendungsbereich der WDL erheblich auszudehnen. So sollen zukünftig insbesondere auch die Beratung von Anlegern sowie die Vermittlung von Fondsanteilen in den Bereich der WDL fallen.

Insbesondere die Tatsache, dass nun auch freie Vermittler der Richtlinie unterworfen werden sollen, ist skeptisch zu sehen. Einerseits ist anzuerkennen, dass einzelne Vermittler von Fondsprodukten in der Vergangenheit ihrer Aufklärungsverpflichtung gegenüber Privatanlegern nicht immer optimal nachgekommen sind. Andererseits würde die WDL in ihrer derzeitigen Form die freie Vermittlung von Fondsanteilen praktisch unmöglich machen. Folge dessen wäre, dass die Produktpalette, aus der die Anleger wählen könnten, deutlich kleiner würde. Eine verbraucherorientierte anbieterunabhängige Beratung wäre praktisch nicht mehr möglich. Es ist äußerst fraglich, ob dies den Anlegerschutz im Fondsvertrieb stärken würde. Denn schließlich ist die Wettbewerbssituation zwischen einer Vielzahl von Anbietern für die Konsumenten noch immer der beste und billigste Schutz.

Der Deutsche Bundestag fordert die Bundesregierung auf, sich dafür einzusetzen,

1. dass die neue WDL ein „level playing field“ zwischen Börsen und außerbörslichen Handelssystemen einschließlich bilateraler Internalisierungssysteme sicherstellt. Hierbei gilt es die unterschiedliche Natur und Funktionsweise von multilateralen und bilateralen Handelssystemen so zu berücksichtigen, dass Anlegerschutz und Markteffizienz gesichert bleiben;
2. dass der aufgrund einer Fragmentierung von Ausführungsplätzen entstehende negative Effekt für die Effizienz der Wertpapierausführung und die Preisqualität durch folgende Maßnahmen bestmöglich kompensiert wird:
   - Etablierung einer umfasssenden Post-Trade-Transparenz,
   - Schaffung eines Pre-Trade-Transparenzregimes für außerbörsliche Handelssysteme,
   - Pflicht zur Weiterleitung nicht sofort ausführbarer Limit Orders an den Markt;
3. dass die europaweite Harmonisierung der Regeln nicht zu einer Reduzierung des Schutzes von Privatanlegern führt. Die im Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments erzielten Ergebnisse in diesem Bereich sind von deutscher Seite voll mitzutragen;

4. dass zur Verwirklichung der vorstehend unter den Nummern 1 bis 3 genannten Ziele der im Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments erzielte Kompromiss über eine Pre-Trade-Transparenzpflicht für die Betreiber von Internalisierungssystemen auch im Rat als bindende Richtschnur der weiteren Verhandlungen dient;
5. dass im Sinne eines angemessenen Kosten-Nutzen-Verhältnisses von einer Maximalharmonisierung der Wohlverhaltensregeln im Sinne des Artikels 18 des Richtlinienentwurfs für das Wertpapiergeschäft mit Privatanlegern auf der Stufe 2 des Komitologieverfahrens abgesehen wird;
6. dass der Ansatz der europäischen Regulierung die öffentlich-rechtliche Börsenstruktur und Börsenselbstverwaltung in Deutschland respektiert;
7. dass im Bereich der Beaufsichtigung von freien Wertpapiervermittlern europäische Mindeststandards geschaffen werden, die den Investmentfondsvermittlern gestatten, im nationalen Rahmen tätig zu werden, ohne der WDL zu unterliegen, sondern wie im Wirtschafts- und Währungsausschuss am 2. September 2003 angenommenen Änderungsvorschlag 237 vorgesehen, analog der Versicherungsvermittlerrichtlinie der EU tätig und reguliert zu werden;
8. dass gut gemeinter Verbraucherschutz nicht zum Marktaustritt der insgesamt gut arbeitenden freien Vermittler von Fondsanteilen führt. Gute Beratung, Aufklärung und Transparenz sind die wichtigsten Elemente eines guten Verbraucherschutzes, ebenso wie eine Vielzahl von Anbietern;
9. dass über den vorliegenden Richtlinienvorschlag hinaus gemeinsam mit den Verbänden der freien Finanzdienstleister Wohlverhaltensrichtlinien sowie Aus- und Fortbildungsordnungen erarbeitet werden, die weitgehend ohne staatliche Aufsicht ein Maximum an kostengünstigem Schutz bei privaten Anlageentscheidungen sicherstellen und
10. dass die Anforderungen an Finanzdienstleistungsinstitute, die ausschließlich im nationalen Rahmen Investmentfondsberatung und -vermittlung betreiben, auf das erforderliche Maß, das sich am tatsächlichen Risiko für den Verbraucher orientiert, reduziert werden.

Berlin, den 23. September 2003

Dr. Michael Meister
Heinz Seiffert
Leo Dautzenberg
Georg Fahrenschon
Stefan Müller (Erlangen)
Otto Bernhardt
Klaus-Peter Flosbach
Manfred Kolbe
Hans Michelbach
Peter Rzepka
Norbert Schindler
Christian Freiherr von Stetten
Elke Wülfing
Dr. Angela Merkel, Michael Glos und Fraktion



Gesamtherstellung: H. Heenemann GmbH & Co., Buch- und Offsetdruckerei, Bessemerstraße 83–91, 12103 Berlin
Vertrieb: Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Postfach 13 20, 53003 Bonn, Telefon (02 28) 3 82 08 40, Telefax (02 28) 3 82 08 44
ISSN 0722-8333